

JSRI Discussion Paper Series

No.2021-02

米国における私募市場へのアクセス改善 ②自衛力認定投資家の定義の見直し

主席研究員 若園 智明

August 2021

1. はじめに

本稿は、米国のいわゆる私募市場の主要な投資家である自衛力認定投資家（Accredited Investor）の定義を分析対象とする。米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、SEC）が2020年8月に公開した最終規則（Final Rule）の把握を基礎としながら¹、自衛力認定投資家の定義に関する公的な報告書やこれまでのSECの活動を振り返ることで私募市場における自衛力認定投資家の位置づけを検討することを目的とする。本稿では、SECへの登録除外規制ないしは簡易登録規制を利用した資本等の調達行為を私募と呼ぶ²。

CCMR（2018）や若園（2019）が報告するように、近年の米国私募市場は顕著に拡大しており、当該市場を通じて調達された資本等がテック系を中心とするスタートアップ企業の成長の原資となっている³。経済成長や経済の構造変革を考える上で、このような企業の勃興は中核にあり、その意味で私募取引を健全なる発展へと導く政策は最重要の課題となる。2020年にSECは、登録除外等取引の規制改正（若園（2021））とともに、私募の主要な投資家となる自衛力認定投資家の定義も見直し、私募にかかる規制の総合的な改正を行った。これら規制改正の動機として観察されるのは、①スタートアップ企業の資本等の調達手段の多様化、②未公開企業への投資機会の拡大、ならびに③規制の単純化と規則間の整合化である。

このような私募に関連する規制の改正にとって、投資者保護の担保は前提条件となる。例えば1982年にSECがRegulation D（Reg. D）を導入した際にも、「投資者保護をはかりながら、既存の規則・規制の単純化や明確化（Clarifying）を行い、特に小規模ビジネスにかかる発行体がこれら規則・規制から被る不必要な制約を除去し、連邦と州の登録除外の均一化をはかり、資本形成を促進する試み」とリリースに記されている⁴。つまりは、投資者保護と小規模ビジネスの資本形成の促進（および投資機会の拡大）の間のバランスの調整が、最も注意を払うべき点であると言えよう。本稿が扱う2020年の自衛力認定投資家の定義の改正は、Donald Trump前政権の方針もあり、かつてよりも資本形成の促進や投資機会の拡大へと重点が置かれているように見える⁵。

¹ 提案規則（Proposed Rule）の公開は2019年12月。

² これら登録除外等取引の規制については若園（2021）を参照されたい。

³ Thomas（2020）によれば、自衛力認定投資家に該当する投資家数とスタートアップ企業の資本等の調達は相関性が高い。

⁴ 1982年3月8日「Revision of Certain Exemptions From Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales（Regulation D Adopting Release）」。

⁵ SECのJay Clayton委員長（当時）は下院の金融サービス委員会で開催された議会証言（2018年6月21日）において、メイン・ストリートの投資家が未公開会社に投資することが困難であり、このような会社が成長する段階に参加する機会が限定されていると証言している。また、2017年10月に公開された米財務省報告書でも、規制の縛りによって株式を公開しない企業への投資が一部の投資家に限定されている点を問題視していた。

2. 自衛力認定投資家とは

自衛力認定投資家とは、SEC への登録除外等（私募）の対象となるための規制である Reg. D の Rule 506(b)および(c)、Regulation A（簡易登録を規定、Reg. A）や Regulation Crowdfunding（インターネットを通じた調達を規定、Reg. CF）を用いた資本等の募集に応じるにあたり投資家に求められる資格である⁶。

自衛力認定投資家の基本的なコンセプトは「金融的な洗練性（Financial Sophistication）」の装備であるが⁷、この洗練性を①独自に情報を収集し分析する能力と捉えるべきか、②開示された情報の分析能力と捉えるべきかが先行研究でも議論の対象となっている（Vollmer (2021)）。規制を評価するうえでも、この洗練性の位置づけは重要である。

法規制における自衛力認定投資家は、以下のように Reg. D の Rule 501(a)などにおいて自然人と事業体において定義され、それぞれに該当するための条件が設定されている。本節では、今回の SEC の改正が適用される前の自衛力認定投資家の定義の把握を試みる。

2.1. 改正前の定義

米国の連邦法においていわゆるプロ投資家は複数が規定されおり、自衛力認定投資家の他にも、①適格機関購入者（Qualified Institutional Buyer）、②適格購入者（Qualified Purchaser）、③適格顧客（Qualified Client）、④適格投資家（Qualified Investor）、⑤適格契約参加者（Eligible Contract Participant）がある。これらの根拠となる連邦法と要点を図表 1 でまとめた。

⁶ これらのうち私募による調達は Reg. D が突出して多い（若園(2021)の図表 4）。

⁷ 1953 年の連邦最高裁判決「SEC v. Ralson Purina Co., 346 U.S. 119」。

図表 1 米国連邦法上のいわゆるプロ投資家の分類

Accredited Investor (Institutional Accredited Investor) 33年証券法Sec.2(a)(15) Rule 215、Rule 501(a) (Reg. D)	自衛力認定投資家については本文を参照
Qualified Institutional Buyer 適格機関購入者 33年証券法のRule 144A	①非系列会社が発行する有価証券を1億ドル以上保有・投資、②2,500万ドル以上の純資産を持つ銀行等、③非系列会社が発行する有価証券を1,000万ドル以上保有・投資する登録ブローカー・ディーラー、に該当する適格機関購入者にはRestricted Securityの転売制約が免除される (Rule 144A)
Qualified Purchaser 適格購入者 40年投資会社法Sec.2(a)(51)(A)、 Rule 256 (Reg. A)	①500万ドル以上の投資を行っている自然人、②500万ドル以上の投資を行っている同族会社、③2,500万ドル以上の投資を行っている機関投資家、④その他、に該当する適格購入者にのみ有価証券の販売を行う場合は投資会社の登録から除外される。 (1996年のNational Securities Markets Improvement Actにより導入) ①適格購入者のみに募集・販売される有価証券はCovered Securityとなる (33年証券法Sec.18(b)(4)(D)(ii)、JOBS法TitleIV)、②Reg.AのTier IIにおいて募集・販売の対象者を適格購入者の定義に含める (若園 (2021) 参照)
Qualified Client 適格顧客 40年投資顧問法のRule205-3 (2021年8月16日以降)	①運用資産額110万ドル以上、②純資産220万ドル以上 (配偶者と合算)、 ③適格購入者 (上記) である、④その他 (執行役等)、に該当する適格顧客に対しては投資アドバイザーは40年投資顧問法のSec.205(a)(1) (成功報酬の禁止) の適用除外となる。 5年毎のインフレ調整の対象 (DF法Sec.418、Rule 205-3(e))
Qualified Investor 適格投資家 34年証券取引所法Sec.3(a)(54)	①自己の裁量で2,500万ドル超の投資を行う自然人、②登録投資会社、銀行、保険会社、ブローカー・ディーラー、外国銀行、2,500万ドル超の投資をしている事業体、等 Glamm Leach Bliley法により定義。適格購入者に対して銀行等が有価証券を販売する場合にはブローカー・ディーラーへの登録を免除される
Eligible Contract Participant 適格契約参加者 商品取引所法Section 1a(18) 34年証券取引所法Sec.3(a)(65) (34年法の定義は商品取引所法の 定義を援用)	①1,000万ドル以上の投資を行っているもしくはリスク管理のために500万ドル以上の取引を行う個人、②金融機関、保険会社、投資会社、500万ドル以上の運用資産を持つComodity Pool、500万ドル以上の運用資産を持つ従業員福利プラン、1,000万ドル以上の資産を持つ事業体等、リスクヘッジを行っている純資産100万ドル以上の事業体、等に該当する適格契約参加者はデリバティブやスワップ取引に従事することが出来る

(出所) 2015年SECスタッフ・レポート「Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor"」等から作成。

これらプロ投資家の定義は使途に応じて担当する連邦法が管轄するが、同じ機関投資家が該当する似通った条件でありながら異なった定義が並列している。そのため、例えば後述する 2019 年のコンセプト・リリースに寄せられたコメントなどで、類似する複数の定義が実務上の取り扱いを複雑とする要因に挙げられており、SEC に対して定義の整合化 (規制間の整合化) が要望されていた。

本稿が扱う自衛力認定投資家の定義は、これらプロ投資家の中でも最重要な定義と言え、その原型は SEC が 1974 年に登録除外取引の規定として定めた Rule 146 に求めることができる⁸。Rule 146(d)は募集の申し出を受ける Offeree の条件を定めており、発行体に対し

⁸ Rule 146 が導入された過程と背景は Minn. L. Rev. Editorial Board (1974) や Temple (1974) が詳しい。また、翌 1975 年に導入された Rule 240 「Exemption of Certain Limited Offers and Sales by Closely Held Issuers」では、①投資家が 100 名未満の

て、Offeree（もしくは代理人）が金融の知識や金融の経験があり投資のリスクやメリットを評価できる者であると信じるための合理的な見地を持つことを求めている⁹。また Rule 146(g)において、購入者（投資家）の上限は35名と定められている。私募取引であるため公的に開示が要求されている情報は限定されており、それゆえに投資家自身による情報アクセス能力や情報分析能力が必要となる。Rule 146は、私募市場へ参加する投資家がこのような能力を保持していることを要求している。

さらに1980年1月に導入されたRule 242では、発行体が発行した有価証券を10万ドル以上購入している者との条件を付けて、銀行、保険会社、投資会社、従業員福利プラン（Employee Benefit Plan）、Small Business Investment Companyの取締役（Director）や執行役（Executive Officer）を列挙し、これらを現在の自衛力認定投資家に該当するAccredited Person（Eligible Investor）として定義した。これら適格とされた投資家（および35名までの適格ではない投資家）を対象に過去6ヶ月間で200万ドルを調達上限とする募集を私募としている¹⁰。これらRule 146とRule 242は1982年3月に導入されたReg. Dにより代替された¹¹。

現在用いられている自衛力認定投資家の定義は、①33年証券法のSec.2(a)(15)、②Rule 215および③Reg. DのRule 501(a)の3箇所において記述されている。このうち33年証券法の定義は1980年12月に施行したSmall Business Investment Incentive ActのSec.602によって整備され、また同法がSECに与えた権限によりReg. Dが導入されている¹²。

33年証券法の定義は簡略である。同法Sec.2(a)(15)(i)では、銀行、保険会社、登録投資会社、40年投資会社法上の事業育成会社（Business Development Company）、1974年のEmployee Retirement Income Security Act（ERISA）が定める従業員福利プラン（登録投資アドバイザー等による投資判断が条件）、などが自衛力認定投資家として列挙されている。また同法(ii)では、金融的な洗練性、純資産、知識および金融的行為の経験もしくは資産運

Beneficial Owner、②過去12ヶ月で募集金額の上限は10万ドル、③一般勧誘や広告を禁止、を条件として登録が免除される。Rule 240はRule 146と同様にReg. Dの導入によって廃止された。

⁹ただしRule 146(d)には、そのような能力の確認を行うための条件や環境等は示されていない。

¹⁰投資家が自衛力認定投資家（Accredited Investor）のみの場合、発行体は投資家に対して募集回状（Offering Circular）を発行する必要がない。

¹¹現在のReg. DのRule 506(b)でも、Rule 242と同じく35名を上限として非自衛力認定投資家が募集に応じることが可能である。しかしながら、非自衛力投資家が含まれていた場合は発行体に追加的な情報開示が求められる。また、この非自衛力認定投資家には金融的に洗練されている（もしくは洗練された代理人を利用している）ことが求められる。後述する2019年のSECにコンセプト・リリースによると、2015年から2018年までにRule 506(b)を利用した募集行為で投資家に非自衛力認定投資家が含まれた数は約6%に過ぎず、同投資家から調達された資本は全体の2%から3%であった。

¹²金融の洗練性、保有純資産、知識、金融事象の経験、運用金額などの事実に基づき、SECに自衛力認定投資家の定義を規定する権限を与えている。

用額などの諸要素からみて、SEC が定める規則・規制により自衛力認定投資家として適格となる者 (Person) と記述されている。さらに 1982 年 3 月に導入された Rule 215 は、上記の Sec.2(a)(15)(ii)の自衛力認定投資家として適格である者の条件を補填している。その中でも Rule 215(e)は自然人の自衛力認定投資家について、証券購入時の純資産ないしは配偶者と合算した純資産が 100 万ドルを超えていることを基準としている¹³。また同規則(f)においては、直近 2 年間の各年度において個人所得が 20 万ドルを超えているか世帯所得 (配偶者との合算) で 30 万ドルを超えており、今年度も同じ所得水準に達することが合理的に見込まれることを自然人の基準としている。

対して Rule 501(a)は、私募となるセーフハーバーとして整備された Reg. D の規則である。今回の SEC の改正前の Rule 501(a) (Reg. D) の定義を図表 2 でまとめた¹⁴。

図表2 Rule 501(a)が定義する自衛力認定投資家 (2020年改正前)

- | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>(1) 銀行、登録ブローカー・ディーラー、保険会社、登録投資会社、事業育成会社、総資産500万ドル超の従業員福利プラン、その他 (注1)</p> <p>(2) 私的事業育成会社 (Private Business Development Company) (40年投資顧問法Sec.202(a)(22)で規定)</p> <p>(3) 総資産500万ドル超の非営利組織、事業トラスト、パートナーシップ (その設立が証券の取得を特定の目的としない)</p> <p>(4) 発行体の取締役、執行役員、ゼネラル・パートナー</p> <p>(5) 個人の純資産または配偶者と合算の純資産が100万ドルを超える自然人
①主たる居住地を資産に含めない (注2)
②①は証券の購入権利に従った証券の購入には適用されない (条件付き)</p> <p>(6) 直近2年間の各年度において、所得が20万ドルを超えているか、世帯所得 (配偶者との合算) で30万ドルを超えており、今年度も同じ所得水準に達することが合理的に見込まれる自然人</p> <p>(7) 総資産500万ドル超で、金融的に洗練された者によって証券の購入が指図されている信託 (その設立が証券の取得を特定の目的としない)</p> <p>(8) 持分所有者がすべて自衛力認定投資家である事業体</p> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

(注1) これらは33年証券法、34年証券取引所法、40年投資会社法、74年ERISA等の連邦法で定められていることが前提。ここでの事業育成会社は40年投資会社法Sec.2(a)(48)で規定

(注2) 主たる居住地を担保とする負債の扱いにおいて、その居住地の市場価値の範囲内の場合には負債に含めない、また居住地の市場価値を超えた部分は負債に含める。

¹³ 自然人の純資産の算出において ①その算出に主たる居住地を含めない (後述)、②主たる居住地を担保とする負債の扱いにおいて、その居住地の市場価値の範囲内の場合には負債に含めない、また居住地の市場価値を超えた部分は負債に含める。

¹⁴ 1982 年の Reg. D 導入時に自然人の所得基準 (図表 2 の (6)) に世帯所得 (Joint Income) は含まれていなかった。SEC は 1988 年に配偶者と合算での年間所得 30 万ドル超を基準に加えている。また、後述するように DF 法を受けて 2011 年に自然人の純資産の算出から主たる居住地 (Primary Residence) の価値を除外している。この他、1989 年に州政府により設立され維持されている保有資産が 500 万ドル超のプランを自衛力認定投資家に含めている。

今回の改正前の時点で、33年証券法（および Rule 215）が定義する自衛力認定投資家と、Reg. D の Rule 501(a)が定義する自衛力認定投資家を比較して差異を指摘すると、第1に33年証券法が記す金融的洗練性、知識や経験などの質的な条件は Rule 501(a)には設定されていない。この理由は、自然人の知識等の基準を明確に設定することが容易ではなかったことがある。このため、自然人が Reg. D を利用した私募に投資するためには、所得もしくは純資産の基準をクリアすることが必要条件となっている。これは所得や純資産等の金融リソースが投資の判断力と相関性があるとの考えが背景にある。保有資産等の増加は金融行動の洗練さと相関関係にあることを示す実証研究もある¹⁵。このような純資産等の基準は一定の合理性があるように見える。

しかしながら純資産基準に照らして判断すると、退職資産を多く持つ高齢者は自衛力認定投資家の純資産基準を満たしやすくなる。Finke et al. (2021) が指摘するように、より高齢となるほど複雑な金融商品を理解する能力は低下することを考慮すれば、投資者保護の観点からこのような基準は十分条件とはならない。さらに、これら所得や純資産の基準はインフレ率や地価の上昇率等の影響を受ける問題も指摘されてきた（後述）¹⁶。

今回の SEC 改正は第4節で扱うが、最も注目される改正点は、Rule 501(a)に自然人の基準として金融的洗練性や知識・経験等を扱う基準を追加し、Reg. D 市場に参加する自然人の拡大を認めたことであろう（ただし一般投資家の直接参加を促すわけではない）。2020年8月に公表された最終規則の Section II.B で検証しているように、自然人の投資者保護を考える上で、SEC が従来所得や資産の基準は必ずしも個人の金融的洗練性を十分に担保するわけではないと公式に認めた点は興味深い。これまでの SEC の対応（次節）みると、私募市場での投資者保護と比較的小規模の新興企業の資本形成を促進させる必要性とのバランスの均衡は SEC にとって一貫した課題となってきたが¹⁷、今回の改正における SEC

¹⁵ 1998年から2002年のデータを用いて投資家行動を分析した Jorgensen(2003)によれば、保有資産や投資経験の増加は、情報コストや取引コストによって引き起こされる非合理的な投資行動を減少させている。同様な結果はスウェーデンの家計を対象に分析した Calvet et al. (2009)でも報告されており、純資産等の基準はある程度の金融的な洗練性を代替していると言えよう。

¹⁶ 後述する2015年 SEC スタッフ・レポートによれば、当初の SEC は (5) の純資産額として75万ドルを提示していた。この案に対して、居住地や保有している自動車の価値などを除外した金額とするよう求めるコメントがあった。SEC はこのコメントに対応して総資産額を100万ドルへ増額している（82年時点ではいかなる資産も算出から除外されてはいなかった）。

¹⁷ ただし、現在の Reg. D による主たる調達 Small Business の資本調達であるとの考えは疑問である。Bauguess et al. (2015) や Bauguess et al. (2018) ではメディアンが比較的小さく Small Business の資本形成にとって有効であるとされているが、若園

(2021) で示したように他の小規模私募と比較して Reg. D は総額や平均調達額ともに突出して大きい。また、2018年に Rule 506 で調達された金額は1兆7,000億ドルであったが、その内1兆5,000億ドルは Pooled Investment Fund による調達であり、ファンド以

の変化は自衛力投資家の定義を考える上で重要である。

第2に、Rule 501(a)の中核になる銀行や保険会社、登録投資会社、事業育成会社などはRule 215の定義には含まれていない¹⁸。同じ自衛力認定投資家を定めたSEC規則において定義が異なることは適切ではないだろう。今回のSECの改正ではRule 215をRule 501(a)と同意とする修正も加えられている。

2.2. 連邦法による対応

前述した1980年のSmall Business Investment Incentive Actなど、これまでも複数の連邦法によって自衛力認定投資家に関連する修正等が行なわれてきた。ここでは今回のSEC改正を鑑みて、2010年7月に成立したDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DF法)が施した手当と、廃案となったもののDF法と同様に包括的な金融規制改革を目指した法案であるFinancial CHOICE Act等が記す自衛力認定投資家の定義変更をまとめる。これら連邦法および法案は共に連邦議会の施策であるが、DF法が主に民主党議員の方針が反映されているのに対して、Financial CHOICE Actは共和党議員の方針である。このような両党の考えの違いは、次節で述べるSECの活動を理解する上でも重要となる¹⁹。

2.2.1. DF法が命じる基準の変更と調査分析

いわゆるリーマン・ショックを受けてBarack Obama政権下で成立したDF法は包括的な金融規制改革法に位置づけられる²⁰。

DF法はSec.413「Adjusting the Accredited Investor Standard」の(a) (In General)において、33証券法の規則(Rule 215、Rule 501)が定めている自然人の純資産の基準に関

外の発行体による調達は2,280億ドルに過ぎなかった。このようにファンドによる調達が圧倒的に多いことを考えると、現在のReg. DをSmall Businessの資本形成手段と位置づけることは適切ではないだろう。

¹⁸ 2020年の最終規則の68頁から69頁。

¹⁹さらには、今回のSEC改正が検討され当時のDonald Trump政権において発令された大統領令の影響も抑えるべきであろう。大統領令13772(2017年2月)の命令に応じて、米財務省が2017年10月6日に公開した報告書「A Financial System, That Creates Economic Opportunities, Capital Markets」では、後述する2015年のSECのスタッフ・レポート(自衛力認定投資家の定義の見直し)を受けて、Reg. Dを利用した私募への参加可能な投資家のカテゴリーとして洗練された投資家(Sophisticated Investor)を追加し、SECや州に登録した投資アドバイザーや、登録外務員、Reg. Dの投資を他者に勧める品質をもった投資アドバイザーの代表者等を自衛力認定投資家に含めるべきと提言している。第3節でまとめるように、相当な時間をかけてSECは自衛力認定投資家の定義の見直しを進めてきたが、DF法などの連邦法(連邦議会)の影響とともに、このような行政府の命令や方針が今回のSEC改正に与えた影響も無視できない。より詳細は、若園(2018)および若園(2021)を参照願いたい。

²⁰ DF法成立の背景や要点については、若園(2015)でとりまとめている。

して、その算出から主たる居住地 (Primary Residence) を除外し、該当する規制を修正することを SEC に求めている。ただし同(b)「Review and Adjustment」の(1)(A)では、投資者保護および公共の利益や経済の観点から、SEC が(a)の純資産の扱いを調整もしくは修正すべきかを検討 (Review) することを条件とした。さらに(b)(2) (A)では、DF 法の施行から 4 年後以降に、4 年以上の間隔を空けて、自然人の自衛力認定投資家を定義する Rule 215 等の見直しを繰り返す必要であるかの検討を SEC に求め、必要であれば調整や修正の実行を命じている。このような SEC への調査とは別に、DF 法の Sec.415 は、自衛力認定投資家の品質を保証しプライベート・ファンドへの投資の適正をみるために、適切な金融的基準ないしは他の基準についての研究を Comptroller General (Government Accountability Office、GAO) に命じている²¹。

DF 法の Sec.413 の背景には、1982 年に Reg. D が導入されてから基準の見直しが行われなかったことを当時の連邦議会 (主に民主党議員) が問題視していたことがあった²²。この影響は特に資産価格において大きく、30 年間近くのインフレや不動産価格の上昇を受けて、実質的な純資産基準の緩和となっていた (図表 3)²³。DF 法は算出から主たる居住地を除外することを命じているが、これは不動産価格上昇の影響をある程度調整させる効果が期待されていた。Sec.413 の求めに応じて、SEC は 2011 年 12 月 21 日に最終規則「Net Worth Standard for Accredited Investors」を公開し、自然人の純資産の算出から主たる居住地を除外している。また DF 法が求める調査分析は、SEC が 2015 年 12 月に報告書を公開し、GAO は 2013 年 7 月に連邦議会に報告書 (GAO (2013)) を提出している。これらの要点は次節で紹介するが、今回の SEC の改正の理論的根拠にも繋がっている²⁴。

²¹ Comptroller General は GAO のヘッドを兼任している。

²² S. Rep. No. 111-176, 77 頁。また、北米証券監督者協会 (North American Securities Administrators Association) が SEC の 2007 年 8 月の提案規則に対して送付したコメント・レターでも 5 年毎の基準の見直しが提言されていた。

²³ この図表から明らかなように、特に純資産基準に照らして自衛力認定投資家に該当する自然人 (家計) は増加している。しかしながら Thomas (2020) などで指摘されているように、純資産や所得で判定した自衛力認定投資家は米国の東海岸北部や西海岸に偏っている。スタートアップ企業の資本等の調達を考えると、このような地域による差は好ましくない。

²⁴ この他、DF 法の Sec.409「Family Office」の(a)は、40 年投資顧問法の Sec.202(a)(11)「投資アドバイザーからの除外」に新設した(G)に Family Office を加えるとともに (定義は SEC の規則・規制・命令で定義)、同(b)で、規制・規則・命令によりこの Family Office を登録と規制の対象となる投資アドバイザーから除外されるための条件を示すことを SEC に命じている。また SEC は、DF 法の Sec.926 の要求に応じて、2011 年に Bad Actor を定義するとともに私募のセーフハーバーである Rule 506 の利用を禁じた。

図表3 自然人の自衛力認定投資家の増加

	19 83年		19 89年		20 19年	
	該当家計数	全家計に占める割合	該当家計数	全家計に占める割合	該当家計数	全家計に占める割合
個人所得が20万ドル超	44万	0.53%	430万	4.70%	1,120万	8.90%
合算所得が30万ドル超	-	-	210万	2.30%	580万	4.60%
純資産が100万ドル超	118万	1.40%	450万	4.80%	1,180万	9.40%
自衛力認定投資家に該当する家計総数(注)	131万	1.60%	680万	7.30%	1,600万	13.00%

(出所) 2019年12月提案規則のTable 4より作成。

2.2.2. その他の法案にみる自衛力認定投資家の定義修正

最後に、自衛力認定投資家の定義の修正を求めて連邦議会に提出された主な法案(後に廃案)の記述を見てみよう。

2017年4月に第115回連邦議会へ提出(Introduce)されたFinancial CHOICE Act(H.R.10、第114回連邦議会ではH.R.5983)は、下院の共和党議員が中心となった包括的な金融規制の見直しの提案である²⁵。同法案のSec.860には自衛力認定投資家の定義の修正が含まれている。

同法案のSec.860は(b)でDF法のSec.413(上記)を廃止するとともに、(a)で33年証券法のSec.2(a)(15)を修正している。前述したSec.2(a)(15)(ii)を大幅に改変し、①個人あるいは配偶者と合算した純資産が100万ドル超の自然人、②自然人の純資産基準を5年毎にインフレ調整、③直近2年間の各年度において個人所得が20万ドルを超えているもしくは配偶者と合算で30万ドルを超えており、今年度も同じ所得水準に達することが合理的に見込まれる自然人、④Rule 215に照らして自衛力認定投資家となる自然人、⑤SECや金融取引業規制機構(Financial Industry Regulatory Authority、FINRA)、その他の自主規制機関や州証券局等により免許もしくは登録を受けているブローカーや投資アドバイザー、⑥投資に関する専門的な知識を持つと思われる教育や業務経験についてSECが規制で定め、FINRA等の自主規制機関がその教育や経験を検証し、自衛力認定投資家に適していると判断される自然人、を新たな連邦法上の定義に加えている²⁶。

このような33年証券法の修正案と同様な提案は、今回のSEC改正後に連邦議会に提出された法案でも見られる。2021年5月に第117回連邦議会下院に提出されたFair Investment Opportunities for Professional Experts Act(H.R.3328)でも²⁷、33年証券

²⁵ このFinancial CHOICE Actは、Donald Trump前大統領の時代に提案されたカウンターDF法として注目された。共和党の金融規制に関する総意とも言える。ただし、下院議会は通過したものの、上院ではほとんど審議の対象ともされなかった。同法案の要点は若園(2018)で詳しく扱っている。

²⁶ 同じく第115回連邦議会上院で提出されたJOBS and Investor Confidence Act(S.488)のSec.401「自衛力認定投資家の定義」においても全く同じ文章が入っている。またS.488のSec.1001「Accredited Investor Clarification」では、運用資産500万ドル超のFamily Office等をReg. Dの自衛力認定投資家に含める提案も入っている。このFamily Officeの扱いは今回のSEC改正で実現している点は注目される。

²⁷ 第114回議会ではH.R.2187、第115回議会ではH.R.1585、第116回議会ではH.R.4762。

法 Sec.2(a)(15)の修正を提案しているが、その内容は前掲の Financial CHOICE Act の②から⑥を踏襲している。(この法案も共和党議員がスポンサーとなって提出されているが、下院の金融サービス委員会は審議を進めていない。)

この他第 117 回連邦議会の下院においては、今回の SEC 改正の内容を 33 年証券法の Sec.2(a)(15)に加える 3 本の法案がいずれも共和党議員より提出されている²⁸。

3. これまでの SEC の見直し活動

本節では、1982 年の Reg. D 以降を対象として SEC の見直し活動を観察する。図表 4 で近年の主な活動をまとめた。これらの中から、第 1 に自衛力認定投資家の定義変更を試みた提案規則を紹介し、第 2 に DF 法が SEC と GAO に命じた調査分析の要点を述べる。特に SEC が 2015 年に公開したスタッフ・レポートは今回の 2020 年改正の土台となっており重要である²⁹。

図表4 SECの主な活動

2003年9月29日	Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (スタッフ・レポート) Reg.Dの導入時に設定した自衛力認定投資家の年収・純資産の基準がインフレ調整されていないため該当する自然人が増加していると指摘
2005年7月19日	最終規則「Securities Offering Reform」(公募規則の包括的な見直し)
2006年4月23日	Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States Securities and Exchange Commission
2006年12月27日	提案規則「Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles; Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles」 コメントを受け、2007年5月23日より総合的な定義の見直しをすべきと決議(VOTE)され、この規則案は廃案
2007年8月3日	提案規則「Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D」 自衛力認定投資家の定義の見直しを提案(リーマン・ショックもあり、最終規則に至らず)
2010年7月21日	DF法成立(SECに自衛力認定投資家の定義の見直しを命じる)
2011年12月21日	最終規則「Net Worth Standard for Accredited Investors」(自然人の純資産算出から条件付きで主たる居住地を除外)
2013年7月18日	GAO (2013) 「SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered」
2015年12月18日	Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor" (スタッフ・レポート)
2019年6月18日	Concept Release on Harmonization of Securities Offering (コンセプト・リリース)
2019年12月18日	提案規則「Amending the "Accredited Investor" Definition」
2020年8月26日	最終規則「Amending the "Accredited Investor" Definition」

3.1. SEC が提案した規制改正案

自衛力認定投資家の定義に関連する SEC の活動を遡ると、2001 年 12 月に 40 年投資会

²⁸ これらのうち H.R.4708 は、今回の改正で SEC が Reg. D の Rule 501 に加えた公的な認定や認定および指定を保有する自然人(後述)を 33 年証券法の Sec.2(a)(15)に追加するとともに、DF 法の Sec.413(b)を修正しこれらの公的な認定等を定期的に見直す。

H.R.4753 は、33 年証券法の Sec.2(a)(15)に、発行体に対して個人投資家が私募におけるリスクを理解している旨を自己証明(Self-certified)することで自衛力認定投資家とみなす項目を追加する。H.R.4776 は、SEC が設定した試験に合格した個人を金融的な洗練性を有しているとみなして自衛力認定投資家の定義に加えている。

²⁹ この他、SEC が主催する Government-Business Forum on Small Business の 2015 年から 2018 年の大会で自衛力認定投資家の定義の見直しが提言されており、SEC 内に設置されている Advisory Committee on Small and Emerging Companies も自衛力認定投資家の定義の見直しを求める意見書が公開されている(2016 年 7 月 20 日)。

社法の適格購入者と自衛力認定投資家の定義を調和させる提案規則を公開している³⁰。また2003年のスタッフ・レポートでは、自衛力認定投資家数が増加していることが報告され、自衛力認定投資家の定義を調整することで投資者保護と資本形成促進のバランスを取る必要が述べられている。今回の2020年改正と直接的に繋がるのは、以下の2006年と2007年の提案規則である。次節の2020年改正と比較すると興味深い³¹。

3.1.1 2006年の提案規則

SECが2006年12月に公開した提案規則は、自然人の自衛力認定投資家に2段階のアプローチを導入し、従来の基準の上位に250万ドルの投資を行う適格自然人（Accredited Natural Person）の定義を加えている。また、この提案規則で導入が検討されたPrivate Investment Vehicleへの個人の投資は2段階目の適格自然人に限定される³²。

次の2007年の提案でも同様の案が示されているが、インフレにより実質的な基準の緩和となっていた自然人自衛力認定投資家に対して、2段階目の基準を上乗せすることで対応をはかっている点が特徴となる。このような考えは、2006年の時点では自然人の保有資産等と金融的洗練性の相関性が前提となったことに注意すべきであろう。

この2006年の提案規則の背景にあるのは、1982年にReg. Dを導入して以降、自然人の自衛力認定投資家の所得と純資産の基準が見直されておらず、その後のインフレと不動産価格の上昇が実質的な基準の緩和となり、自衛力認定投資家に該当する自然人が増加していることがある³³。また自然人の自衛力認定投資家数が増加する一方で、自衛力認定投資家であれば投資が可能な一部の投資ビークルにおいて、①固有のリスクの認識が困難であり、②利益相反が十分に開示されておらず、③フィー構造が複雑であることが報告されていた。定義に該当して投資が可能であるにもかかわらず、高いリスクに対応できない自然人の自衛力認定投資家が増加していることが問題視されていた³⁴。

しかしながら、この提案規則に寄せられた600以上のコメントを受けて、自衛力認定投資家の定義の見直しはさらに総合的に行うべきであるとの決議が2007年5月23日にSEC

³⁰ Defining the Term “Qualified Purchaser” Under the Securities Act of 1933。この提案規則では、自衛力認定投資家のコンセプトの歴史も記されている。

³¹ この他、2013年7月プロポーズド・ルール「Amendments to Regulation D, Form D and Rule 156」も注意すべきである。2020年7月の下院予算案で、このルールの実行なしに、SECの私募関係のルールを認めない旨の委員会決議があった。

³² ここでのInvestmentは40年投資会社法のRule 2a51-1(b)で定義。

³³ SECのOffice of Economic Analysis（当時）が1982年に公表した推定では、1.87%の家計が自衛力認定投資家であったが、2007年時点では8.47%の家計が自衛力認定投資家に該当している。

³⁴ 2003年9月のスタッフ・レポート「Implications of the Growth of Hedge Funds」の分析より。また、2006年7月25日にSECのChristopher Cox委員長（当時）が上院委員会で行った証言では、不動産価格の急上昇により、多くの住宅保有者が純資産の基準に適合しており、この自宅の価格上昇が主となる自衛力認定投資家に該当する個人投資家に対して未登録有価証券の販売が認められていることが問題視されていた。

で行なわれ、この 2006 年の提案規則は廃案となっている。その問題意識や主な規則変更案は、次の 2007 年の提案規則へと引き継がれた。

3.1.2. 2007 年の提案規則

2007 年 8 月に公開された提案規則は、①大規模自衛力認定投資家 (Large Accredited Investor) をカテゴリーに追加するとともに、②従来の自衛力認定投資家の定義の見直しを提案している。

第 1 に大規模自衛力認定投資家は、Rule 501(a) (Reg. D) が定義する自衛力認定投資家の上位に位置づけられ³⁵、33 年証券法の Sec.18(b)(3)の適格購入者 (Qualified Purchaser) と同意とされた。この 2 段階目に位置する新たなカテゴリーには従来の自衛力認定投資家よりも高い金額ベースの閾値が求められ、自然人には 250 万ドル超の投資か 40 万ドルの所得 (配偶者合算で 60 万ドルの所得)、事業体には 1,000 万ドル超の投資が基準とされる。また、例えば当時の Rule 506 では発行体は自衛力認定投資家に対する一般勧誘・広告は禁止されているが (現在では Rule 506(c)などで解禁、詳しくは若園 (2021) を参照願いたい)、新設の大規模自衛力認定投資家に対しては制限付きで可能となるなど、募集や販売における規制が緩やかになるとともに、一部の取引が大規模自衛力認定投資家に限定されている。これらのコンセプトは 2006 年の提案規則と同様である。

第 2 に従来の自衛力認定投資家の定義 (1 段階目の定義) に関しては、自衛力認定投資家を定義する Rule 501(a)に代替基準としての投資基準 (Investment Owned Standard) を導入することが提案された。自然人は純資産 100 万ドルもしくは年間所得 20 万ドル (配偶者と合算で 30 万ドル) が求められているが、その代替として、75 万ドルを超える投資を行っている自然人を自衛力認定投資家の基準に加える³⁶。また事業体の場合は、保有資産 500 万ドル超の代替として 500 万ドル超の投資が代替基準として加えられる。

この投資基準アプローチも 2006 年の提案規則から引き継がれており、その基準には将来のインフレを反映させることにより実質的な認定基準を調整するメカニズムとしての機能も与えられている (インフレに合わせて 5 年毎に見直し)。また、2006 年の提案規則で示された適格自然人を再提示し、Private Pooled Investment Vehicle (2006 年規則では Private Investment Vehicle) への個人の投資は適格自然人に限定されている。

この 2007 年の提案規則に寄せられたコメントは、自衛力認定投資家のあり方を考える上でも重要である。その中でも北米証券監督者協会 (North American Securities Administrators Association、NASAA) のコメントを紹介したい。

3.1.3. 2007 年提案規則に対する NASAA のコメント

³⁵ 既存の Rule 507 を Rule 502(e)に移設し、新たに設定する Rule 507 で定義。

³⁶ この投資は 40 年投資会社法の Rule 2a51-1(b)で定義。この他、自然人の自衛力認定投資家の定義に Joint Investment の概念を提案していた。

NASAA は各州の証券局が中心となる組織であり、米国で最古の投資者保護組織とされている³⁷。NASAA は 2007 年の提案規則に対して概ね賛同しつつも、さらに、退職口座での蓄積により高齢の投資家が純資産の基準に適合している点も懸念している³⁸。

その上で、自然人の自衛力認定投資家の基準に関して、100 万ドルの投資額および、①主たる居住地を除いて純資産額 200 万ドルないしは、②年間の個人所得が 30 万ドルもしくは配偶者を含めて 40 万ドルを閾値とすべきと提案した³⁹。NASAA のコメントについては満井（2016）でも紹介されている。

ただし、2007 年の提案規則でインフレ調整の必要性に対して SEC に寄せられた他の組織からのコメントでは、投資者保護の点からインフレにより自衛力認定投資家数が増加していることを問題視する意見とともに、基準の引き上げは投資家の投資機会へのアクセスを制限するとともに資本を求める Small Business に負の効果を与える可能性も指摘されている。またインフレ調整とは別に、投資家数に影響を与えない案として Reg. A や Reg. CF のように投資上限を入れるべきとの意見もあった。

3.2. DF 法が命じた調査分析

3.2.1. SEC スタッフ・レポート

DF 法の Sec.413(b)(2)(A)の命令に従い、SEC は 2015 年 12 月 18 日に「Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor”」を公開した。このスタッフ・レポートは Barack Obama 政権時に取りまとめられている（当時の SEC 委員長は Mary Jo White）。

DF 法が命じたように、本レポートの主眼は自然人を中心とした自衛力認定投資家の定義の再検討にある。特に Rule 501(a) (Reg. D) の定義において、自然人の所得や純資産がインフレに合わせて調整されていないことで基準が実質的に低下し⁴⁰、その結果として該当

³⁷ 1919 年にカンザス州で設立。米国外からもカナダやメキシコの当局も参加している。NASAA は 2001 年の適格購入者の定義に関する提案規則（上記）に対するコメント・レターで、インフレや地価上昇の結果自然人の自衛力認定投資家の定義と金融上の要件

(Financial Qualification) との相関性はほとんど無くなっていることを指摘していた。

³⁸ 2015 年のスタッフ・レポートの Table 4.3 は、純資産の算出において退職資産を含めたケースと含めないケースでの自然人の自衛力認定投資家数を比較している（2013 年 8 月末時点）。100 万ドルの現基準では、退職資産を含めると 921 万人（7.5%）の世帯が定義に該当するのに対して、退職資産を含めない場合は 675 万人（5.5%）となる。また、純資産基準を CPI でインフレ調整した場合は、退職資産を含めると 386 万人（3.1%）、退職資産を含めないと 305 万人（2.5%）まで減少する。

³⁹ この他 NASAA は、1996 年の全米証券市場改善法（National Securities Markets Improvement Act、NSMIA）後に増加した、Reg. D の Rule506 を活用して常習的に調達する発行体に関する問題への対処や、2007 年の提案規則の新 Rule 507 への反対なども表明している。

⁴⁰2015 年のスタッフ・レポートの Table 4.1 は現行の基準を 2015 年 8 月末時点でインフレ調整した金額を提示している。個人所得（20 万ドル）は CPI で調整すると 490,819 ドル、世帯所得（30 万ドル）は 600,558 ドル、純資産（100 万ドル）は 2,454,093 ドルとなる。特に純資産の基準においてインフレの影響は大きいと言えるだろう。ただし、2011

する自然人が増加している現状の評価が注目された（図表 5）。上記の 2006 年および 2007 年提案規則と問題意識を共有していると言える。

図表5 自然人の自衛力認定投資家数に与えるインフレの影響

	現在の基準 1983年時点	現在の基準 2013年時点	CPIでインフレ調整 2013年時点	PCEでインフレ調整 2013年時点
個人所得	44万人 (0.5%)	807万人 (6.6%)	211万人 (1.7%)	241万人 (2.0%)
純資産	142万人 (1.7%)	922万人 (7.5%)	386万人 (3.1%)	449万人 (3.7%)
個人所得・純資産	151万人 (1.8%)	1,240万人 (10.1%)	437万人 (3.6%)	506万人 (4.1%)

（出所）2015年SECスタッフ・レポートのTable 4.2より作成。

この問題は投資者保護の観点から重要であるが、その一方で、基準を引き上げることにより自衛力認定投資家が減少した場合には **Reg. D** による調達を負の影響を受ける可能性が指摘されている点に注目したい。本レポートでは、私募を望む発行体が **Reg. D** の **Rule 506(b)** や **(c)** と同様に調達金額に上限が無い 33 年証券法の **Sec.4(a)(2)** を利用した場合に、その調達がコスト高となることを懸念している⁴¹。過度に狭い定義へと修正し自衛力認定投資家の数が制限された場合に、特に小規模ビジネスの資本へのアクセスが影響を被ることが指摘されている⁴²。

このような定義にまつわるバランスの問題も踏まえて、本レポートは自衛力認定投資家の新たな基準として、①**Education**、②**Business Experience and Professional Certification**、③**Use of Professional**、④**Investing Experience in Private Markets**（エンジェル投資家）、⑤**Knowledgeable Employees**、⑥**Accredited Investor Examination** の 6 パターンを分析した。その上で本レポートは、自衛力認定投資家の定義に関して①金融リソースの基準と②金融的洗練性の基準の 2 つにわけて、各々に複数の定義見直しの候補を提案している（図表 6）⁴³。

年に自然人の純資産の算出から主たる居住地が除外されているため、不動産価格変動の影響はある程度緩和されている。

⁴¹ ただし 2015 年の SEC スタッフ・ペーパーでは、基準の引き上げでどれぐらいの自衛力認定投資家が減少するのか等のデータが示されているわけではない。また、いわゆる私募の分類については若園（2021）を参照されたい。

⁴² Thomas (2020) など。

⁴³ このような提案の他、本レポートは、**Rule 501(a)(5)** が純資産（**Net Worth**）を定義していないことや、**Rule 501(a)(6)** が **Income** を定義していないことを考慮すべき点に挙げている。**Income** については、基本として連邦所得税の対象となる所得（**Income**）が基準とされるが、SEC はよりフレキシブルに判断している（レポート 41 頁から 42 頁）。

図表6 SECスタッフ・レポートが提言する定義見直しの選択肢

<p>1. 自然人の金融的基準の見直しと、事業体のリスト・ベース・アプローチの見直し</p> <p>① 自然人の基準をインフレ調整せず、投資上限を設定する (例えば年間所得の10%、純資産の10%)</p> <p>② 自然人の基準をインフレ調整する(1回の調整。投資上限は設けない) (例えば調整後の所得を50万ドル、世帯所得を75万ドル、純資産を250万ドル)</p> <p>③ 自然人の基準を4年毎にインフレ調整する (DF法はSECに自衛力認定投資家の定義を少なくとも4年に1度見直すことを求めている) (2007年の提案規則でも自然人の金融的基準を定期的にインフレ調整することが提案)</p> <p>④ 定義にSpousal Equivalentの導入</p> <p>⑤ 500万ドルを超える投資を行っている事業体を自衛力認定投資家とする (現在の500万ドルの資産基準を投資基準に代替) (現行基準ではLLCや労働組合、ソブリンウェルスファンド、529プラン等はリストに無い)</p> <p>⑥ 祖父条項(Grandfathering)の導入。 (将来の定義の変更により自衛力認定投資家から外れないように)</p>
<p>2. 自衛力認定投資家(自然人)の金融的洗練性の基準</p> <p>① 「投資(注)」の最低金額を定め、この投資テストをクリアした個人を自衛力認定投資家とする</p> <p>② 自衛力認定投資家に新たなカテゴリーを追加し、Series7、65、82などの資格試験に合格し、公的な認定を保有する個人を自衛力認定投資家として認める</p> <p>③ 自衛力認定投資家試験を新設し、合格者を自衛力認定投資家として認める (財務や投資の知識、私募に伴うリスクを理解しているか否かの検定) (②のSeries 7や82と共通部分あり)</p> <p>④ 私募市場での投資経験のある個人を自衛力認定投資家として認める</p> <p>⑤ プライベート・ファンド業に従事する知識のある従業員を自衛力認定投資家として認める</p>

(注) この「投資」はRule 2a51-1(b)で定義されている。この提案は、現状の純資産ベースを投資ベースに代替するものであるが、Too Narrowであるとのコメントが寄せられている。ただし、GAO(2013)でも投資ベースのテストは推奨されている。
(2007年提案規則でも75万ドルのInvestment Owned Standardが提案されている)

本レポートは、SECの内部から①自然人の純資産等のインフレ調整に関する複数の選択肢、②33年証券法が記す自然人の金融的洗練性等をRule 501(a)へ適用⁴⁴、③事業体への500万ドルの投資基準、などが提言された点で注目される。今回のSEC規則改正では、金融的洗練性や500万ドルの投資基準などが主たる項目として導入された一方で、インフレ調整

⁴⁴ Jorgensen(2003)などの先行研究が示すように、保有資産と金融的洗練性にはある程度の相関がある(保有資産が多ければ、登録投資アドバイザーから適切な投資助言を受けることも容易となろう。)しなしながらFinke et al. (2021)が推計するように、投資家が高齢となるほど金融商品の理解度は低下することから、所得や保有資産は金融的洗練性を必ずしも担保しているわけではない。金融的洗練性の証明には、(代理人を含めて)投資に関連する金融知識を反映する基準が求められよう。

は見送られている。

3.2.2. GAO の報告書

DF 法の Sec.415 の求めに応じて GAO が連邦議会に提出した報告書 (GAO (2013)) は、27 人の市場参加者にヒアリングを行い⁴⁵、自然人の自衛力認定投資家の定義に関して 8 つの代替基準を検討している⁴⁶。市場参加者からの意見を踏まえて、自然人の自衛力認定投資家の基準としては純資産の基準が最も重要であり、80 年代からのインフレ調整が行なわれなかった結果、自衛力認定投資家に該当する自然人が増加していることが投資者保護上の問題となっていることを指摘している⁴⁷。

私募は流動性が低く、複雑であり、連邦や州の規制当局による監視がないことで、私募への投資のリスクは高く、従ってより高いレベルでの保護が必要とされる (SEC、NASAA の意見)。その一方でエンジェル投資家からは、基準の変更がスタートアップ段階の企業の資本形成に影響を与える懸念も寄せられており、投資者保護と主にスタートアップ段階の企業の資本形成の促進とのバランスを考えた基準の見直しが求められている。

GAO (2013) が検討する 8 つの代替基準は、大きく自然人の金融リソースの基準と金融リスクの理解度の基準から構成され、金融リソースの基準には①市場性のある資産への最低投資基準 (Liquid Investment Requirement)、②保有資産額等に応じた投資の上限設定 (Fixed-Percentage Investment) の 2 つの基準が提示され、金融リスクの理解度の基準として③登録投資アドバイザーの利用 (Registered Investment Adviser Requirement)、④投資経験などに基づく基準 (Self-Certification Investor Designation)、⑤ライセンスや公的な認定等 (Licenses/Certification Standard)、⑥SEC の検定試験 (Investor Sophistication Test)、⑦金融業などの上級者やアナリスト等 (Education Standard)、⑧オプトイン条項 (Opt-In Provision) (希望者に適用) が提示されている⁴⁸。

GAO (2013) は SEC に対して、自然人に対する代替基準の検討の必要性とともに、8 つの代替基準の中から、「市場性のある資産への最低投資基準」と「登録投資アドバイザーの利用」の 2 つの基準が投資者保護と資本形成の観点からバランスが取れており、市場が受け入れやすい代替基準であるとして推奨している。

⁴⁵ ヒアリングの対象となったのは 11 人の法律家、5 人の投資アドバイザー、5 人のエンジェル投資家および 6 人の個人投資家。

⁴⁶ これら 8 つの代替基準は①過去の SEC の提案、②学術的な研究、③外国の当局が使用している基準から GAO がピックアップした。

⁴⁷ SEC の推計では Reg. D を導入した 1982 年で自衛力認定投資家に該当する自然人は家計の 1.87%であったが 2007 年には 9.04%まで増加している。しかしながら GAO の推計では、主たる居住地を算出から除外することで該当する家計は 7.2%まで減少する (2010 年時点での推計)。2011 年の修正により主たる居住地が純資産の算出から除外されたことにより相当の調整にはなっていると言える。

⁴⁸ 8 つの代替基準に対して市場参加者の選択は、9 人が③、8 人が④、7 人が①と⑤、6 人が⑦、5 人が②、4 人が⑥、2 人が⑧であった。

4. 2020年規則改正の要点

今回のSEC改正「Amending the “Accredited Investor” Definition」は、2019年12月の提案規則を経て2020年8月に最終規則が示され、同年12月8日に施行されている。この2020年改正は、2006年や2007年の提案と同様に自衛力認定投資家の定義の見直しを主たる柱とするものの、これら2つの提案規則と比較して相違が見られる。

本節では、第1に定義の見直しとして、①自然人の定義の見直し、②事業体のカテゴリーの拡充、③Family Office等の追加を取り上げ、これらの要点をまとめる。

4.1. 自衛力認定投資家の定義の見直し

前節でみたように、これまでの複数の提案規則や2015年スタッフ・レポート等の調査分析において、自衛力認定投資家の定義の見直しの必要性が提示され続けてきた。今回の改正の提案規則に先立って2019年6月に公開したコンセプト・リリースは、近年の私募市場の拡大と私募による調達（発行市場）の重要性が増していることを背景に、Reg. DのRule 501(a)が記す自衛力認定投資家の定義に関するコメントを募集した。このコンセプト・リリースに対して、①自然人の定義において、従来の所得や純資産に加えて金融的洗練性（Financial Sophistication）による判定基準の要望、②事業体の定義の拡充、③自衛力認定投資家の定義と他の定義の整合化を望むコメントがSECに寄せられている。

これらコメントも考慮して、SECは今回の改正で自然人の自衛力認定投資家の定義に新たにカテゴリーを追加するとともに、事業体の定義の拡充と500万ドルの投資基準を導入した。その一方で、自然人の金融リソースの基準へのインフレ調整は含まれていない⁴⁹。

2006年および2007年の提案規則と比較して明らかのように、今回の改正の最大の特徴の1つは自然人の定義に金融的洗練性を代替する項目を加えたことであろう。しかしながらこの金融的洗練性の導入は、単純に私募市場へ参加可能な自然人の増加を意図しているわけではない点に注意すべきである。後述するように、対象となるのはブローカー・ディーラーや投資アドバイザー、ファンド業務従事者などである。つまりは、私募市場への個人投資家（および自衛力認定投資家に該当しない事業体）の直接参加を促すのではなく、これら金融サービス業者を経由した門戸の拡大と解釈すべきであろう。

4.1.1. 自然人の定義の見直し

第2節で述べたように、33年証券法のSec.2(a)(15)(ii)は、自衛力認定投資家としての自然人を「金融に関する洗練さ、純資産、知識、および金融上の経験、または運用資産の額な

⁴⁹ インフレ調整の導入の見送りは、すでに主たる居住地が純資産の算出から除外（不動産価格上昇の影響を除外）されていることも理由として考えられるが、自衛力認定投資家に該当する自然人の減少を避けたとも指摘できる。投資者保護の観点からは、2006年や2007年の提案規則よりも資本調達や投資機会の拡大にバランスを置いたと言えよう。

どの要因に基づいて、SEC が規定する規則および規制の下で自衛力認定投資家としての資格を有する者」と記している⁵⁰。しかしながら今回の改正前に、募集時の SEC への登録除外となるセーフハーバーである Reg. D の Rule 501(a)の規定では、自然人の自衛力認定投資家を「(5)個人の純資産もしくはその者の配偶者との合算での純資産が 100 万ドルを超えている自然人」、(6)直近の 2 年間の個人年間所得が 20 万ドルを超えている、もしくは配偶者と合算で 30 万ドルを超えており、本年でも同レベルの所得が期待できる自然人」と所得や純資産の金融リソース要件のみで定義している。このような連邦法と規制・規則との間のギャップは、私募市場取引における投資者保護策の実効性を優先させた結果であろう⁵¹。

SEC は今回の改正で、自衛力認定投資家を定義する Rule 501(a)を修正し、①金融の洗練度や知識等を要件に加えるとともに (図表 7)、②世帯での所得や資産の算出方法の見直しを行った。

図表7 Rule 501(a)の修正 ((9) 以降が新規に追加)

<p>(1)に、投資顧問法のSec.203(l)もしくは(m)によりSECへの登録免除を受けている投資アドバイザー、保険会社、Rural Business Investment Companyを追加 (注1)</p> <p>(3)にLimited Liability Companyを追加</p> <p>(5)に自然人の純資産や純所得の算出 (100ドル超) に、従来のSpouseに加えてSpousal Equivalentを追加</p> <p>(6)に自然人の直近2年間の世帯での所得が30万ドル超の条件に、従来のSpouseに加えてSpousal Equivalentを追加</p> <p>(8) (すべての株主が自衛力認定投資家である事業体) にNoteが追加。この項目の適用条件の緩和</p> <p>(9)これまでの(a)の事業体として挙げられていない、500万ドル超の投資を行っており、その設立が有価証券の取得を特定の目的としない事業体</p> <p>(10) 専門的なCertification (公的な認定) やDesignation (指定)、SECが適格と認める教育機関によって付与されたCredential (資格) を保有している自然人 (注2)</p> <p>その際に考慮される属性</p> <p>①公的認定等は、自主規制機関や業界団体もしくはSECが適切と認めた教育機関が実施した試験により授与されること</p> <p>②それら試験は有価証券や投資分野の個人の理解と高度な知識を確実かつ有効であると証明されるように設計されていること</p> <p>③そのような公的認定等を取得する人は、将来の投資のメリットとリスクを評価するために、財務およびビジネスに関する十分な知識と経験を持っていると合理的に期待できること</p> <p>④自主規制組織または業界団体によって、公的認定等を保有していることが公開されているか、または検証可能であること</p> <p>(11)発行体が投資会社である場合の、発行体のKnowledgeable Employee (知識のある従業員) (注3) に該当する自然人</p> <p>(12)Family Officeで (注4) 、①500万ドル超の運用資産、②有価証券の取得を特定の目的として設立されていない、</p> <p>③投資のメリットとリスクを評価できる財務およびビジネスに関する知識および経験を有する者によって投資が指示されている</p> <p>(13) (12)の要件を満たしているFamily OfficeのFamily Clientで (注5) 、その投資が(12)の③に従うFamily Officeによって指示されている</p> <p>(注1) この他、投資会社は州登録も追加</p> <p>(注2) SECは、(a)(10) の目的のための専門的な公的認定等を、Notice (通知) およびパブリック・コメントを通じて、Order (命令) によって指定する。基準を満たしているとSECによって現在認められている公的認定等は、SECの Web サイトに掲載される</p> <p>(注3) 1940 年投資会社法のRule 3c-5(a)(4) で定義</p> <p>(注4) 1940 年投資顧問法のRule 202(a)(11)(G)-1で定義</p> <p>(注5) 1940 年投資顧問法のRule 202(a)(11)(G)-1で定義</p>

⁵⁰ any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulation which the Commission shall prescribe.

⁵¹ 最終規則では、これまで自然人の所得や資産のみで自衛力認定投資家とする判断は次善の策であり、その結果として投資機会へのアクセスが制限されてきたと記されている。

第1に、SECはRule 501(a)に新設した(10)および(11)において、金融の洗練度や知識等の保有を示す要件を含めた。この内(10)では、公的な認定（Certification）や認定（Designation）および指定（Designation）を保有する自然人を自衛力認定投資家の定義に含めている⁵²。ただし最終規則の時点で、SECはこれら公的な認定等として①自主規制機関や業界団体もしくはSECが適切と認めた教育機関が実施した試験により授与されること、②それら試験は有価証券や投資分野の個人の理解と高度な知識を確実にかつ有効であると証明されるように設計されていること、③そのような公的認定等を取得する者は、将来の投資のメリットとリスクを評価するために、財務およびビジネスに関する十分な知識と経験を持っていると合理的に期待できること、④自主規制組織または業界団体によって、公的認定等の保有が公開されているか、または検証可能であること、の4つの属性を求めている⁵³。

具体的にSECが最終規則で挙げているのは、証券業の自主規制機関であるFINRAが実施するSeries 7（証券外務員）とSeries 82（私募証券募集）、および州の証券規制を担うNASAAが実施するSeries 65（投資顧問業）の3つの検定試験である（図表8）⁵⁴。これらの検定試験への合格は、私募市場での投資機会に参加できるだけの金融的な洗練度と知識の有している証明と解釈されている。最終規則のSection II.B.では、従来の年間所得や純資産（金融リソース）の基準に依存した定義は必ずしも自然人の金融的洗練性を担保しているとは言えず、投資者保護を考える上で問題があるとのSECの意見が示されている。このようなSECの変化は重要であろう。

図表8 公的な認定等の保有者数（2019年末）

登録証券外務員（Registered Securities Representative）（注）	691,041名
州登録の投資アドバイザー（State Registered Investment Adviser Representative）	17,543名

（出所）最終規則のTable1より作成。

（注）うち、334,860名はブローカーディーラーとしてのみ登録、294,684名はブローカーディーラーと投資アドバイザーとして登録、61,497名は投資アドバイザーとしてのみ登録。

最終規則によれば、これら公的な認定等の保有者には実務経験の有無は問われない。また、

⁵²このような認定などを取得していることは、投資のリスクを合理的に評価できることが期待される。また、Series 7等の資格試験は、有価証券に関連する理解をはかるように設計されているため、試験に合格することでFinancial Sophisticationを備えていると証明される。

⁵³ただし、2019年のコンセプト・リリースに寄せられたコメント（Andrew Vollmer, George Mason University Mercatus Center）のように、このような認定等を利用した金融的洗練性の定義の導入は政府の介入を増すとの批判もある。

⁵⁴この他、提案規則に寄せられたコメントでは、Series 3, 同6, 22, 66, 79, 86, 87なども推奨されている。

これら公的な認定等は将来的にも適宜柔軟な見直しが行われる予定であり⁵⁵、Notice（通知）およびパブリック・コメントの募集を通じて Order（命令）によって指定される⁵⁶。SEC が基準を満たしていると認める公的な認定等は SEC のウェブサイトに掲載される⁵⁷。

さらに Rule 501(a)(11)では、Private Fund 等で投資活動に従事している者も自衛力認定投資家に含めている。40 年投資会社法の Rule 3c-5(a)(4)が定義する Knowledgeable Employee（知識のある従業員）を Rule 501(a)の自衛力認定投資家の定義に組み入れた⁵⁸。先の(10)が第三機関による証明を根拠としているのに対して、(11)の Knowledgeable Employee は投資の専門業務に従事した経験を考慮していると言える⁵⁹。

(10)の公的認定等の活用と合わせて、(11)の経験による自然人の認定は自衛力認定投資家として取引に参加する Private Fund の拡充にもつながる。Rule 501(a)(8)は全ての持分所有者（Equity Owner）が自衛力認定投資家である事業体を自衛力認定投資家として定義しているため、従来は自衛力認定投資家に該当しない運用資産が 500 万ドル以下の小規模の Private Fund であっても⁶⁰、この(11)により投資業務の経験者が自衛力認定投資家と認定されることにより、Rule 501(a)(8)によって自衛力認定投資家として Reg. D の Rule 506(c)取引などに参加をすることが可能となる⁶¹。複数の項目を経由した解釈となるが、小規模ファンドを私募市場取引に参入させる効果は重要であろう⁶²。

第 2 に、最終規則は Rule 501(a)の(5)および(6)に Spousal Equivalent を追加した。上述したように、これら 2 つの項目は従来からの純資産や年間所得を基準とした自然人の自衛力認定投資家の定義であるが、それぞれの Joint Net Worth や Joint Income の算出の対象となる配偶者 (Spouse) に加えて Spousal Equivalent も算出対象としている。この Spousal

⁵⁵ 新たに認定等を指定する場合は、Notice やパブリック・コメントを経て Order により通達される。

⁵⁶ この Order は Administrative Procedure Act（連邦手続法）に従って行われる。

⁵⁷ 例えば Rule 506(c)を利用して有価証券を発行する発行体は、投資家が自衛力認定投資家であることを確認する義務を有するが（若園（2021）参照）、FINRA のブローカーチェック等を利用することで確認が容易となり発行体の負担が軽減されることも期待される。

⁵⁸ この 40 年投資会社法の規則の定義は 1997 年に導入されており、Private Fund 等の Executive Officer、Director、Trustee、General Partner、Advisory Board Member などが挙げられている他、12 ヶ月以上の投資業務の従事者も Knowledgeable Employee に含まれる。

⁵⁹ 提案規則に対して 40 年投資会社法の Sec.2(a)(51)(A)が定義する適格購入者（Qualified Purchaser）を自衛力認定投資家に含めるべきとのコメントがあったが、SEC は自衛力認定投資家と適格機関購入者とは規制の目的が異なることを理由に却下した。

⁶⁰ Rule 501(a)(3)は総資産 500 万ドル超の組織を自衛力認定投資家と定めている。

⁶¹ 最終規則が Rule 501(a)(8)に追加した Note1。

⁶² SEC によれば、2019 年の第二四半期末時点で Private Fund の数は 32,620 と推定されている。ただし、今回の改正でどれほどの小規模ファンドが Regulation D の Rule 506(c)取引に参加可能となるのかは不明である。

Equivalent とは「配偶者と同等の関係にある同棲者」と定義されており⁶³、算出対象の現代化をはかったと言える⁶⁴。この Spousal Equivalent の定義は後述する Family Client を定義する規則に含まれている他、Reg. CF でも使用されている。

4.1.2. 事業体のカテゴリー拡充と投資基準の導入

従来の Rule 501(a)が提示する事業体は、前掲の図表 2 の通りである。今回の改正は、自衛力認定投資家に該当する事業体のカテゴリーを拡充している。

第 1 に最終規則は Rule 501(a)(1)を修正し、40 年投資顧問法の Sec.203 により SEC へ登録されている投資アドバイザーならびに、各州の法により州登録されている投資アドバイザーを自衛力認定投資家に加えた⁶⁵。また提案規則に対するコメントを考慮して、最終規則においては、40 年投資顧問法の Sec.203(l)および(m)が SEC への登録免除を定める投資アドバイザーも自衛力認定投資家を含めている⁶⁶。さらに Rule 501(a)(1)には Rural Business Investment Company も追加されている⁶⁷。

第 2 に、最終規則は Rule 501(a)(3)に Limited Liability Companies を追加した。この(3)では、内国歳入法の Sec.501(c)(3)で列挙されている組織 (Corporation、Business Trust や Partnership 等) の内、有価証券の取得を特定の目的としない総資産 500 万ドル超の組織を自衛力認定投資家としており、LLC も同様に総資産が 500 万ドルを超える場合に自衛力認定投資家となる。

第 3 に最終規則は Rule 501(a)に(9)を新設し、これまでの Rule 501(a)に挙げられていない事業体でも⁶⁸、募集されている有価証券の取得を特定の目的としない 500 万ドル超の投資を行っている事業体を自衛力認定投資家としている (Investment Owned Test)⁶⁹。この「投資」は 40 年投資会社法の Rule 2a-51-1(b)で定義されており⁷⁰、最終規則では、この投資会社法規則の定義が Rule 501(a)(9)で用いられる「投資」に適用されている。

この他、自然人の定義の見直しによって、上記の 4.1.1 で述べたように Rule 501(a)(8)の

⁶³ 40 年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1(d)(9)で定義。

⁶⁴ ただし、Spouse 自体の定義は 1996 年の Defense of Marriage Act で見られるものの、33 年証券法や Rule 501 で定義されているわけではない。

⁶⁵ 最終規則の時点で、SEC に登録されている投資アドバイザーは約 13,400、州登録の投資アドバイザーは約 17,500。

⁶⁶ Sec.203(l)はベンチャーキャピタル・ファンドのみを対象とする投資アドバイザーを登録免除とし、Sec.203(m)は、プライベート・ファンドのみへのアドバイザーとして活動し、米国内での運用資産額が 1 億 5,000 万ドル以下である投資アドバイザーを SEC 登録から免除している。最終規則の時点で、登録除外報告アドバイザー (Exempt Reporting Adviser) は 4,244。Sec.203(m)は DF 法の Sec.408 により導入されている。

⁶⁷ Consolidated Farm and Rural Development Act の Section. 384A で定義。

⁶⁸ 例えば、労働組合や外国法に基づいて組織された事業体など。

⁶⁹ 2007 年の提案規則では Investment Owned Standard。

⁷⁰ Rule 2a-51-1(b)の「投資」とは、投資ビークルや公開会社等が発行体ではない有価証券を保有する将来見込まれる適格購入者によって有価証券がコントロールされること。

適用範囲が拡大されている点も重要であろう。

4.1.3. Family Office および Family Client を定義に追加

最終規則は、Rule 501(a)に(12)および(13)を追加して、それぞれで Family Office と Family Client を自衛力認定投資家に加えている。

第1に Family Office は⁷¹、DF法が修正した40年投資顧問法の Sec.202(a)(11)(G)の規定の下で、SECが2011年に適用した規則 (Rule 202(a)(11)(G)-1) により、Family Client 以外に顧客を持たない Family Office を投資アドバイザーとしての登録と規制から免除している⁷²。今回の改正が新設した Rule 501(a)(12)において、①運用資産が500万ドル超、②有価証券の取得を特定の目的として設立されていない、③投資のメリットとリスクを評価できる財務およびビジネスに関する知識および経験を有する者によって投資が指示されている、を条件として Family Office を自衛力認定投資家の定義に加えた。

第2に Rule 501(a)(13)では、(12)の要件を満たしている Family Office の Family Client についても、その投資が(12)の③に従う Family Office によって指示されていることを条件として自衛力認定投資家に追加された。

4.2. 規則の整合化

上記の自衛力認定投資家の定義とならんで、今回の SEC 改正はいわゆるプロ投資家の定義の整合化も行っている。図表1でみたように、米国にはプロ投資家に該当する定義が複数あり、2019年のコンセプト・リリースへのコメント等でも定義の複雑さが指摘されていた⁷³。

4.2.1. Rule 144A の適格機関購入者

33年証券法の Rule 144A「Private Resale of Securities to Institutions」は、その(a)(1)(i)において適格機関購入者 (Qualified Institutional Buyer) を定義している。これら適格機関投資家は、関連会社を除く発行体の有価証券に1億ドル以上を投資している事業体であり、保険会社 (A) や登録投資会社 (B)、1974年 ERISA の従業員福利プラン (E) や信託ファンド (F) などが列挙されている。

⁷¹ Family Office と Family Client は共に SEC が 2011 年 6 月 22 日に公開した最終規則「Family Offices」により導入された 1940 年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1 で定義されている。

⁷² 2021 年 4 月の Archegos Capital Management の破綻を受けて、第 117 回連邦議会では 40 年投資顧問法を改正して登録除外の対象となる Covered Family Office を総資産 750 万ドル未満に限定する法案 (H.R.4620) が提出されている。

⁷³ このような規制や規則の整合化や単純化は投資家の定義に留まらず、登録除外等の規制の見直しなどでも実行されている。また当時の Trump 政権では、シンプル化を念頭においた連邦規制の見直しが大統領令で命じられている。合わせて若園 (2021) も参照されたい。

最終規則は、Rule 144A(a)(1)(i)(C)が記す Small Business Investment Company に Rural Business Investment Company を追加するとともに、(H) の内国歳入法に基づく組織 (Partnership 等) に Limited Liability Company を追加して、これらを適格機関購入者とした。さらに(J)を新設し、Rule 501(a)に定義されている機関自衛力認定投資家 (Institutional Accredited Investor) を適格機関購入者に含めることで自衛力認定投資家の定義との整合化を行った⁷⁴。

4.2.2. その他の規則整合化

最後に、今回実行された Reg. D の Rule 501(a)の自衛力認定投資家の定義が修正されたことに伴い、自衛力認定投資家を用いている他の規則との定義の整合化が行われている。

第1に、33年法の Sec.2(a)(15)の Rule 215 でも自衛力認定投資家は定義されている。この Rule 215 の定義を今回の修正提案を加味した Rule 501(a)と同意としている。

第2に、より詳細な説明は若園 (2021) を参照願いたい。SEC は 2019 年 9 月に私募における事前の需要調査 (Test the Waters) の条件を緩和する Rule 163B を導入している。この規則により、潜在的な投資家が機関自衛力認定投資家や適格機関購入者である場合に、発行体は事前の需要調査をとまなうコミュニケーションを潜在的な投資家と行うことが可能となった。SEC は、Rule 163B の機関自衛力認定投資家に、従来の Rule 501(a)(1)などに加えて今回の事業体の定義として新設した同(9) (500 万ドルの投資を行っている事業体) と同(12) (Family Office) および同(13) (Family Client) も適用させ、規則を整合化させている。同様に、34 年証券取引所法の情報開示要求から除外される取引を規定する Rule 15g-1(b)の機関自衛力認定投資家においても規則間の整合化が行われた。

5. おわりに

米国の私募市場の発展は目覚ましく、同市場で調達した豊富な資本等を成長の原資として、ユニコーン (未上場で時価総額 10 億ドル以上) と呼称されるスタートアップ企業は増加傾向にある。その一方で Kauffman Foundation (2019)が報告するように⁷⁵、米国でも創業時から資本市場を活用できる企業は僅かである。本稿の自衛力認定投資家の定義の見直しや登録除外等取引規制の改正 (若園 (2021)) は、将来の経済成長の要である新興企業を育成する観点からみるとわかりやすいだろう。

本稿の最初に述べたように、投資者保護と小規模ビジネスの資本形成の促進 (および投資機会の拡大) の間のバランスの調整が重要であるが、今回の改正は事業体の定義の拡大とともに金融的洗練性を用いて自然人の該当者を増加させる試みであり、資本形成の促進や投資機会へとバランスの重心を動かしているように見える。ただし、金融的洗練性に該当する

⁷⁴ この機関自衛力認定投資家とは、Rule 501(a)(1)、同(2)、同(3)、同(7)、同(8)および今回の改正で追加された(9)と(12)ならびに(13)が記す自衛力認定投資家。

⁷⁵ 2019 年 12 月の提案規則の 106 頁。

のはブローカー・ディーラーや投資アドバイザー、ファンド従事者などが中心であることから、このような金融サービス業者を経由することで投資者保護を担保しながら私募市場への投資機会を広げたとも解釈できる⁷⁶。

このような私募規制のバランスは、政治的な影響を受けやすい。Joe Biden 政権により新たな SEC 委員長へと就任した Gary Gensler は情報開示を中心とした規制を重視している。2021 年 6 月 11 日に公表された Annual Regulatory Agenda では、SEC の企業金融局 (Division of Corporation Finance) が、より効果的な投資者保護を目的として、私募規制において①自衛力認定投資家の金融的基準のアップデート、②Reg. D を用いた募集に関して利用可能な情報へのアクセスの保証と促進、③SEC へ登録されている取引と登録除外を適用される取引との統合フレームワークの修正等を委員会にリコメンディングしている。

スタートアップ企業の私募による調達促進はわが国でも政策課題に掲げられており、今後も継続する米国の最適な規制のあり方についての議論は注視すべきであろう⁷⁷。

「引用文献」

- 満井美江 (2016) 「米国の証券私募制度における適格投資家の定義見直し」『比較法制研究』 国土舘大学、第 39 号、97-121 頁。
- 若園智明 (2015) 『米国の金融規制変革』 日本経済評論社。
- 若園智明 (2018) 「トランプ時代の米国金融規制—マクロプルーデンスを巡る議論—」『証券経済研究』 日本証券経済研究所、第 103 号、9 月、1-19 頁。
- 若園智明 (2019) 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』 日本証券経済研究所、第 107 号、9 月、1-19 頁。
- 若園智明 (2021) 「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」『証券経済研究』 日本証券経済研究所、第 115 号、9 月、〇-〇頁。
- Bauguess, Scott et al. (2015), "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, *U.S. Securities and Exchange Commission White Paper*, October.
- Bauguess, Scott et al. (2018), "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017, *U.S. Securities and Exchange*

⁷⁶ 最終規則の Table2 によれば、2009 年から 2019 年までに Reg. D を利用した発行体の約半数は金融サービス業を含めたファンドであり、その募集あたりの投資家数 (中央値) は 2 から 5 であり、その募集で非自衛力認定投資家が含まれた比率は僅か 2% から 7% に過ぎない。例えば登録投資アドバイザーなどの利用は、投資者保護を担保しながらの私募市場への投資拡大を考えると合理的であろう。

⁷⁷ 例えば、Vollmer (2021) のように、定義による投資家の選別を辞めて、登録除外取引にも最小限の情報開示 (発行体が機関投資家に提供するために作成している情報) を強制することで代替する案を示す研究もある。

- Commission White Paper*, August.
- Brown, R. Jeffrey et al. (2007),” Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation,” *NBER Working Paper Series*, No. 13168.
- Calvet, E. Laurent et al. (2009),” Measuring the Financial Sophistication of Households,” *NBER Working Paper Series*, No.14699.
- Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) (2018), *Expanding Opportunities for Investors and Retirees: Private Equity*.
- Finke, S. Michael et al. (2021),” The Unsophisticated ‘Sophisticated’: Old Age and the Accredited Investors Definition,” *Financial Planning Review*, Vol.4, Issue 2, June, pp.1-29.
- GAO (2013), *SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered*, GAO-13-640, July.
- Gullapalli, Rachita (2020), “Misconduct and Fraud in Unregistered Offerings: An Empirical Analysis of Select SEC Enforcement Actions,” *U.S. Securities and Exchange Commission White Papers*, August 17.
- Hurt, Christine (2015),” Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs,” *University of Illinois Law Review*, Vo.2015, No.1, pp.217-263.
- Jorgensen, A. Vissing (2003),” Perspectives on Behavioral Finance: Does “Irrationality” Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions,” *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.8, pp.139-208.
- Kauffman Foundation (2019), *Access to Capital for Entrepreneurs: Removing Barriers*, April.
- Minn. L. Rev. Editorial Board (1974),” SEC Rule 146: The Private Placement Exemption,” *Minnesota Law Review*, Vol.58, pp.1125-1170.
- SEC (2003), *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September.
- SEC (2015), *Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor”*, December.
- Steinberg, Marc (2018), *Understanding Securities Law*, seventh edition, Carolina Academic Press.
- Temple, L. Judson (1974),” Securities: The Private Offering Exemption and Rule 146,” *Montana Law Review*, Vo.35. Issue 2, summer, pp.299-317.
- Thomas, Jeff (2020),” Redefining Accredited Investor: That’s One Small Step for the SEC, One Giant Leap for Our Economy,” *Michigan Business Entrepreneurial Law Review*, Vol. 9, Issue 2, pp.175-200.
- Vollmer, N. Andrew (2021),” Abandon the Concept of Accredited Investors in Private Securities Offerings,” *Securities Regulation Law Journal*, Vol.49, No.5, pp.5-34.